

ベル投資環境レポート

高付加価値化を追求するサステナブル経営を求めて ～先進企業の意志に学べば実現可能～

2023年10月1日

鈴木行生

目次

- | | |
|---|--|
| 1. サステナブル投資の実践に向けて | 2. イノベーションへの投資は如何に |
| ➤ 資産運用の高度化～持続的なパフォーマンスの実現 | ➤ 東証の市場改革、さらに効かせるには～若手の活用で行動変容を |
| ➤ 将来に向けた NISA と iDeCo の活用～革新的な仕組みに | ➤ 高付加価値化をいかに図るか～価値のプライシング |
| ➤ 年金も企業価値に影響～いかにアトラクション(魅力)を持ち込むか | ➤ CNに向けたイノベーションプラン～カーボンプライシングの活用 |
| ➤ ESG を投資に活かす～わが社の強みはどこに | ➤ 人的資本の突出したファクターとは～ワーク・エンゲージメント |
| ➤ サステナビリティが問う稼ぎ方～受け身にスキはないか | ➤ DX 銘柄を投資に活かす～イノベーションに結びつく尖がった DX |
| ➤ 障がい者雇用と企業価値評価～D&I (ダイバーシティ&インクルージョン) のもう1つの視点 | ➤ 日立の経営革新～SX (サステナブルトランスフォーメーション) でリード |
| | ➤ レゾナックの共鳴戦略に期待～協創型人材の積分効果はいかに |

1. サステナブル投資の実践に向けて

資産運用の高度化～持続的なパフォーマンスの実現

・2023年の「資産運用業高度化プログレスレポート」(金融庁)では、①資産運用業界の信頼性の向上、②運用付加価値の向上、③業界の効率性の改善に向けて、いくつもの課題が指

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

摘された。

・運用会社のトップをみると、在任期間3年未満が多く、グループ内の他社から異動してきている。これで運用のプロを真にマネジメントできるのか、という疑問が出された。経営トップの専任理由や投資信託の運用担当者の開示をもっと進めることが望ましいという。

・ファンドの保有銘柄の開示についても、その内容、頻度を充実させて、透明性を高める必要がある。また、投資商品として、1) 期待リターンが投資家のコストに見合っているか、2) 想定通りの運用を通して、コストに見合うリターンを提供できているか、を定期的に検証すべきである。このプロダクトガバナンス体制を確立し、開示することが望ましい。

・国内の公募投信では、設定から1年半以内に純資産のピークを迎え、その後縮小していく商品が多い。これは古い投資信託に多くみられるが、やはり新規のファンドを一斉に販売するという販売会社の手法が影響しているとみられる。

・ファンドラップの提供が拡大しているが、アドバイスを含むサービスの中身とフィーの明確化を一層図るべきである。

・投資信託の信託報酬をみると、運用会社の取り分と販売会社の取り分（代行手数料）が、アクティブ運用でもパッシブ運用でも、ほぼ半々となっている。販売会社の取り分がどのようなサービスの対価なのか。合理的な説明が求められる。

・日本の投信販売のチャンネルをみると、銀行、証券での販売が多く、確定拠出年金やフィナンシャル・アドバイザー（FA）、直販による購入者が少ない。販売チャンネルの多様化はさらに求められる。

・日本は、欧米に比べて、ベンチマークに勝っているアクティブファンドの本数割合が高い。今後はアクティブ運用の価格発見機能をさらに活かすことが期待される。

・資産運用会社の新規参入の促進や資産運用会社の独立性の確保、アセットオーナーの運用体制の整備は引き続き大きな課題である。

・また、企業型DC加入者の商品選択にあたって、企業は加入者にとって、最良の商品を提供するように、運営管理機関に働きかけ、職域における金融投資教育も充実させることが求められる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・以上がレポートから筆者が着目した点である。実際、金融庁の講演を視聴すると、さらに理解が深まった。そのいくつかを取り上げてみたい。

・今回で4回目のレポートであるが、長年言われてきたことで、できていないことをチャレンジングな課題として取り上げた。また、バリューチェーン全体をみて、ベンダー、販社、年金基金、DCも含めて議論している。

・まだ投信が家計に十分普及していない。10人に1人しか投信を保有していない。投信の良さが国民に行き渡っていない。これは、運用会社や販売会社への信頼が薄いのではないかと。もっと開示を進めて、信頼を高める必要があると指摘する。

・日系の運用会社の経営トップは、グローバル30社のトップと比べて、在任期間が短く、運用会社の経験が乏しい。トップが未熟ではないか。もっと在任を長期化して、プロ化せよという意味を込めて、トップの専任理由を開示せよという。

・大量に販売したファンドは、初期に売れた後、残高が減少して、短命のようにみえる。よいファンドは寿命が長く、運用資産(AUM)も積み上がっていくはずである。ブーム型の販売手法に問題があるのではないかと。結果として、1ファンド当たりの規模が小さい。

・ファンドラップは単に投信の組み合わせか。そのアドバイスは十分か。ファンドラップのパフォーマンス(リスクとリターン)について開示を強化する必要がある。

・信託報酬の対価とは何か。運用会社と販売会社で折半という形が多いが、目論見書をみると、販社の役割がはっきり書かれていない。販売に当たって、パッシブ商品とアクティブ商品は、同じような対応ではない。アクティブ商品はボラティリティ高いので、説明がいっぱい必要であるというが、それは本当か。

・資産運用の新しいあり方が求められる。若手人材の育成がますます重要である。こうした視点を含めて、運用会社のスタートアップを支援していきたい。

将来に向けたNISAとiDeCoの活用～革新的な仕組みに

・金融に興味のない若者にどう語りかけるか。いきなり老後の話をしても、とても自分事とは考えられない。まずは身近な仕事の話から、株式投資にもっていくようにしている。これでもハードルは高い。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・iDeCo（イデコ）と新NISAはどうか。これはもっと難しいが、何とか知ってもらいたい。とにかく、そういうものがあると意識してもらえれば、情報は目に飛び込んでくるようになる。少し関心があると、情報にふれる機会は圧倒的に増えてくる。

・iDeCo（個人型確定拠出年金）では、会社に企業年金がない社員は、月2.3万円（年27.6万円）まで拠出できる。企業型DC（企業型確定拠出年金）のみに加入している会社員も、条件によって月2万円まで拠出できるようになっている。

・国や会社の年金積立に参加するだけでは、老後の年金が十分でないと考えた人にとっては、iDeCoはもう1つのサポート役として、老後への備えとなろう。運用益に税金がかからないというメリットが、将来の資金作りにプラスと働く。

・将来に備えて、例えば月1万円は拠出しておく決めて、iDeCoに加入すればスタートできる。その後、運用する商品を自分で決める必要がある。これも迷うところである。最初は標準的な投資信託を選んで、次第に投資信託の特徴を学んでいけばよい。

・iDeCo（個人型DC）への加入者はまだ240万人強である。この5年間で増えてきた。転職が次第に当たり前になってきたので、将来に自ら備えをしたい40～50代で増えている。公務員や自営業の人々もコロナ禍で増加してきた。

・新しいNISA（ニーサ）は来年からスタートする。これまでのNISAも使えるので、まずは今年分のNISA枠は活用しておきたい。NISA（Nippon Individual Saving Account）とは、少額投資非課税制度で、個人のための税制優遇制度である。

・これまでの制度において、1) 一般NISAは、投資枠年120万円、非課税期間5年、上場株式や投資信託が対象、2) 積み立てNISAは、投資枠年40万円、非課税期間20年、積み立てに適した投資信託が対象であった。

・120万円×5年で600万円、40万円×20年で800万円、のどちらかを選んで、その上限まで非課税枠が使える。つまり、運用益に税金がかからないので、リターンを増やす可能性が、その分高まる。

・来2024年から始まる新NISAでは、1) 非課税期間の制限がなくなり、恒久化がなされた。つまり、投資したリターンはずっと非課税である。2) 積み立て枠が年120万円（従来の3倍）、成長投資枠が年240万円（同2倍）となった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・3) さらに、どちらかだけでなく、併用が可能となるので、年間 360 万円まで投資できる、4) 上限が、成長投資枠で 1200 万円、積み立て型で 600 万円なので、合計で生涯投資枠は 1800 万円となる。

・5) しかも、非課税投資枠の再利用ができる。例えば、ある年に成長投資枠として株式に投資して、それが値上がりした後売却したとすると、その値上がり益は無税である。それに加えて、購入時の元本の額は、再投資した時の非課税枠として使える。これは有利である。

・さまざまな投資のやり方が考えられる。中高年で資産のある人は、年間 240 万円×5 年で 1200 万円分の株式投資や投資信託投資を非課税にできる。加えて、毎月 10 万円の積み立て投信（5 年で最大 600 万円）もできる。

・若い人であれば、例えば毎月 3 万円の積み立て NISA を行い、たまに興味があれば、成長 NISA も使ってみるのがよい。運用の対象商品は、次第によく吟味して、見直していくことが望ましい。

・これによって投資感覚が磨かれてくる。普段は放っておいてもよいが、たまにはしっかり確認して、次の行動に活かしたい。但し、くれぐれも目先にとらわれて、短期的に動かないことである。

・課題は運用商品の選択にある。現金では、インフレに対抗できない。国内株、外国株、国内債、外国債、リートなど、どんな運用商品を選ぶのか。国内株式なら自分で選ぶのか。投資信託も多様なものが用意されているが、どのような運用方針を選ぶのか。

・安全型を選ぶのか。積み立て型を選ぶのか。海外ものをどこまで取り入れるのか。新しい商品はリスクが高いのではないか。過去のパフォーマンスがよい実績（トラックレコード）重視が望ましいともいえる。

・30 年後は誰にも分からない。では、30 年前を振り返ってみて、30 年後の今の姿はイメージできたであろうか。確かに難しい。でも、30 年後を想定しておくことは意味があろう。

・やはり 1800 万円の非課税枠は使うように心がけたい。自分だけでなく、子どもや親せきや知人にも話しかけて、互いの不安を共有しつつ、理解を深めたい。

・金融投資は少額で始めて、少しずつ体験を積んでいく。そうするとマーケットの動きに対本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

する対応が身に付いてこよう。ぜひ利用度を上げて、金融リテラシー(活用の仕方)を身につけたい。

年金も企業価値に影響〜いかにアトラクション(魅力)を持ち込むか

・金商法(金融商品取引法)の改正が今年6月の国会で成立せず、今秋国会へ持ち越しとなった。議案の優先順位で十分な審議時間がとれなかったことによる。改正案の中身は、1)顧客本位の業務運営の確保、2)金融リテラシーの向上、3)企業開示の見直しなどにあった。

・資産所得倍増プランを進めるには、企業の持続的成長を全国民に還元する必要がある。その根幹が「顧客本位の業務運営」にある。つまり、顧客に最善の利益をもたらすように、企業も、資産運用会社も、アセットオーナーも、金融販売会社も、金融商品評価機関も、行動すべし、という考えを法的に明文化する。

・当たり前のことのように思えるが、これまでの長い期間をみて、顧客の利益よりも、自己の利益を優先して、ルールを逸脱するような事案が継続的に起きている。そこで、法律の条文に明示化して、その運用を徹底させようとしている。

・ルールベースかプリンシプルベースかという点でみると、ソフトローとしての原則ベースでは十分でなく、ルール(法律)に書き込むことが必須であると判断した。これを基本として、ベストプラクティスを普及させようという狙いである。ルールに反すれば、罰則も厳しくなろう。

・例えば、仕組み債では、手数料優先の販売が何度も問題を起こしている。金融リテラシーの高い人、低い人など、いろいろな投資家がいる。顧客によって対応が変わるはずである。ハイリスクで複雑な商品でも、それを好む人はいる。

・一方で、投資になじめない人も多い。その中で、投資者のすそ野を広げようとしている。よって、それを支えるルールをよりしっかり定めようとしている。

・適用範囲には、年金分野も入っている。年金の運用会社はもちろん、アセットオーナーや加入者も明示的に入ってくる。つまり、年金の加入者にとって最善の利益を提供するように、それぞれがベストを尽くす。運用機関には、忠実義務や受託者責任(Fiduciary Duty)がもととも課されているが、必ずしも十分でない認識された。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・今回の法案には、「顧客等の最善の利益」を図るべし、と顧客等の「等」が入っている。これは、いつもの法文用語というより、年金基金への加入者も含めていることによる。

・企業年金であれば、アセットオーナーは企業に属する。加入するのは社員である。よって、社員の年金の運用に当たって、ベストの金融商品を提供して、その中から選んでもらうようにすることが、企業(アセットオーナー)に求められる。

・誠実であれ、公正であれ、そして、法律でルール化されると罰せられるようになる。これに対して、企業も金融機関も受け身ではなく、体制整備をして、その内容を十分開示し、説明せよ、と中島前金融庁長官は強調した。

・働く人々の老後のために年金はある。企業が確定拠出型年金(DC)制度を採用している場合、従業員本位で最善の利益機会を提供するとなれば、社員が選べる金融商品に、ベストなポートフォリオが組めるような商品が揃っている必要がある。

・その責任は最終的に社長にある。つまり、企業も、年金のしくみと運用商品に目を凝らす必要がある。DCの品質が改めて問われよう。

・運用商品の選定は妥当なのか。利益相反はないのか。なんらかの忖度が働いていないか。フィーは安ければいいのか。これらについて、クオリティという観点から再点検が求められるよう。パフォーマンスは当然であるが、それを支える仕組みを分析するアナリストの役割も重要である。

・名古屋商科大学の岩澤教授は、興味深い論点を指摘する。何がベストプラクティスなのか。確定給付年金(DB)は、年金の運用成果を企業が保証するのであるから、年金運用が企業価値にプラスにもマイナスにも影響する。将来の負担となる公算もある。

・DCは、社員が自ら運用に責任をもつものであるが、その社員がやる気を出して、大いに働いてくれるかどうか。年金の仕組みが人的資本の支えの1つとなる。とすれば、人的資本を通して、企業価値に影響してこよう。

・人的資本とみる人材にとって、働く仕組みの中にある①アトラクション(魅力)、③リテンション(保持)、③エンゲージメント(対話)は極めて重要である。優秀な人材を集めて、その能力を高め、長く貢献してもらえれば、生産性は向上し、企業価値も一段と高まろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・それに貢献する年金を充実させることに、もっと力を入れるべし、と岩澤教授は強調する。米国では、リタイアメントプログラムが、従業員のアトラクションやリテンションに寄与しているという実証データがある。

・日本の企業は、社員を本当に大事にしているか。大事にする仕方の変革が求められている。人的資本を 1) 健康、2) 働き甲斐、3) 経済的報酬という観点からみる時、各々のウェルネス（幸福）を高めたい。

・自らの資産運用、年金としての資産運用において、その成果が実感できるようになりたい。年金の仕組みが働く人々に役立っているか。そういう視点も含めて、企業の人的資本に注目したい。

ESG を投資に活かす～わが社の強みはどこに

・今の年金の仕組みは賦課方式である。つまり、現役世代が高齢世代を支える。人口ピラミッドが下に広い三角形である時は、若い世代が多いので、高齢世代を支えることも容易であった。しかし、逆ピラミッドのような形になると、若い世代で多数となる高齢世代を支えることは難しくなる。今のままでは、高齢化とともに将来世代の負担が重くなる。

・そこで、年金の資金をプールしつつ、それを運用して、将来に備える。これを GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が担っている。運用資金は 200 兆円近い。運用期間は 100 年をイメージする超長期運用である。世界を投資対象としたユニバーサルアセットオーナーといえる。

・長期投資であるから、ESG を考慮した投資を行う。ESG に積極的に取り組んでいる国、企業、組織の方が、運用資産としてのパフォーマンスもよくなるはずである。実際、ESG を重視した総合型指数やテーマ型指数に投資して、そのデータを蓄積しつつ、効果を測定しようとしている。

・ESG に取り組む企業には、まだ相当な格差があり、開示のバラツキも大きい。評価機関の評価方法にも違いがある。その中で、世界的に開示基準の統一化が ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）を主体に進められている。

・GPIF による 2022 年の調査で、「優れた統合報告書」として高い評価を受けた企業は、伊藤忠商事、日立製作所、オムロン、リコー、東京海上ホールディングス、味の素などであつ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

た。

・また、優れた TCFD 開示では、日本企業で麒麟ホールディングス、日立製作所、リコー、伊藤忠商事が高く評価され、海外企業では BHP グループ、マイクロソフト、シティグループ、JP モルガンチューズなどであった。

・ESG 投資にどのように取り組むのか。G については、すでに論点は明確になっている。しかし、実効性を上げるにはまだハードルが高い。しかし、先進的な企業は実績を上げている。

・E については、これからイノベーションが必要であり、キープレイヤーを支える仕組み作りも急がれる。とりわけ、CN (カーボンニュートラル) に向けたトランジションファイナンスの推進は、大きなチャレンジであるとともに、ビジネスチャンスでもある。

・S については、人的資本の高度化を、AI を活用しつついかに進めるのか。人的資本コストとその付加価値貢献の測定についても工夫が求められよう。

・投資家サイドからみると、ESG インテグレーションの評価手法をどのように構築するのか。定量、定性の両面からレーティングをシステム化して、それがパフォーマンスに結び付くように実証していく必要がある。

・企業にとって、ESG への対応は、①コストなのか、②リスクマネジメントなのか、③価値創造なのか、が常に問われる。ここを本気で議論し、CEO と取締役会が責任を負わないと、実効性が伴ってこない。一方で、対応しても投資家に評価されないのでは、不満ばかりが残ろう。

・ESG がサステナビリティに結び付くと評価されれば、投資家は中長期投資に自信が持てる。サステナビリティの追求が価値創造のドライバーになると実感できれば、好循環が生まれよう。

・では、アナリストとしては、少数株主になったつもりで、いかにコミュニケーションを図るか。社外取締役が取締役会で議論を活発化させ、ESG を推進するにはどのようにすべきか。その論点を 5 つほどあげたい。

・第 1 は、CEO の本音をきいてみたい。1) 自社にとっての重大事項とは認識していない。2) 対応が必要ならば、現場できちんと条件をクリアすればよい。3) 本気で対応しつつあり、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

手は打っているが、それが効果を上げるには時間がかかる。4) 的確に対応すべく動いており、開示とも十分連動がとれている。これらのどの局面にいるのか。

・第2に、社内に十分な人材がいるのか。1) 何がテーマかは、機関投資家と議論すればすぐにわかるので、ESG 投資に実績のある投資家と対話してみるのがよい。2) その上で、過大な要求は一旦おいて、自社にとって有益な ESG を絞り込んでみる。

・その時のカギは、企業価値向上にどのように結び付くかを具体的に明らかにすることである。ビジネスモデルとは企業価値向上の仕組みであるから、それを構想する。つまり、長期の金儲けへの貢献を考える。3) その上で、社内、社外から人材を確保する。

・第3に、成果を上げる道筋を順番付けする。通常これを価値創造のストーリーというが、どうやるのかの戦略を、項目として挙げるだけでは全く不十分である。どういう順番で進めるのか。経路を因果関係として詰めていく。ここが見えてくれば、しめたものである。

・第4に、あるべき姿と現在描いた姿のギャップをもう一度みつめる。ギャップがある場合は、そこをどう埋めるか。通常は、何らかのイノベーションがないと飛び越えられない。つまり、今までと全く違った仕組み革新が必要となる。技術的、組織的、人材的にジャンプする必要がある。これを CEO が中心になって推進することが求められる。

第5は、こうした ESG の推進、サステナビリティの実行が、カルチャーとしてわが社の強みに組み込まれ、自律的に動くようにすることである。理想は、中期計画に一生懸命織り込まなくても、当たり前のように定着してくれば最高である。

・最も大事なことは、ESG が当たり前になってきた時、それをわが社の強みとして語ることができるかという点にある。それがなければ、投資家は ESG に注目してこない。つまり、ESG インテグレーションのバリエーションにおいて、ポジティブな評価として加点されない。この評価を高めるところまで、独自の ESG を磨いてほしい。そういう企業に大いに投資したい。

サステナビリティが問う稼ぎ方～受け身にスキはないか

・国際サステナビリティ基準を作ろうという動きが本格化している。国際会計基準を担う IASB と同じように、サステナビリティに関する国際基準を定めようという ISSB が草案作りを進めている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・2022年7月にISSBの草案(S1、S2)が公表された。これに呼応して、日本のSSBJ(サステナビリティ基準委員会)での議論が始まっている。日本版のS1、S2がもとめられ、早ければ2025年3月までには確定しよう。その後、法改正を踏まえて、有報での開示が義務付けられよう。

・国際会計基準(IFRS)は、日本では260社強が採用している。サステナビリティに関する基準作りは、いくつもの組織体で進んでいたが、それをまとめる形で、ISSBが組織化され、これまでの任意の開示基準を吸収統合する形で、新しい基準を作ろうとしている。

・さまざまな基準があつて困る。企業サイドも投資家サイドも同じような意見を持っている。ステークホルダーは多様であるから、人権や気候変動に強い姿勢で臨む組織もある。任意の基準では拘束力がない。グローバルな基準をベースに、各国で法制化されれば、統一化が進み、比較可能性も高まるはずである。

・サステナビリティのベースはESGにあるが、自社にとってのテーマは何か。何がマテリアルか。これを本業との関り、ビジネスモデルの在り様、将来の財務に結び付けて考えていく。リスクと機会を通して、将来のキャッシュフローにつながっていく道筋が問われる。

・そういわれても、実際は、ここを結び付けることがかなり難しい。財務と非財務、短期と中長期、定量と定性、本業と周辺に分けるのではなく、どの場面にもサステナビリティを組み込んでいくことが求められる。

・ISSBの小森理事は、ISSBの基準が具体化してくるので、この2年でスピードアップして、グローバルなライバルに伍してほしいと強調する。サステナビリティと将来のキャッシュフローを結び付けて、マテリアリティをしっかりと定める必要がある。

・必要な対応はとるといふ受け身の姿勢ではなく、サステナブル投資を実施して、きちんと回収する方策を練っていくべきである。1) 単なる必要コストにとどまるのか、2) 資本コストの引き下げを通して価値が高まるのか、3) 本業を通して付加価値が一段と増大するのか。最も重要なことは、新しいビジネスモデルをサステナブルモデルとして、革新しつづけることである。

・では、どう開示するのか。必要な開示項目に関する情報、データを整えることが前提である。何がマテリアルであるかという点で、リスクと機会に結び付けて、ビジネスモデル(価値創造の仕組み)に組み込んでほしい。そうでないと、単なる情報の記載にとどまり、価値

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

判断には必ずしも役立たない。

・気候変動、人的資本、それを推進するガバナンスをどう組織化するか。難しく考える必要はない。わが社にとって、本当に必要なところからトップダウンとボトムアップの両面をベースに、タスクフォースをスタートさせれば、次第に形になってこよう。投資家は、年々の変化に注目していく。

・投資家と対話すれば、すぐに分かる。納得できること、無理なこと、やる必要ないこと、やりたくないことが、はっきりするはずである。ここで、最も気をつけてほしい点は、表面的な言い訳はしないほしい。

・コストがかかるから、能力がないから、他にやることがあるから、などさまざまな理由がありうる。投資家は経営トップの本音を意外に簡単に見抜いてしまうので、くれぐれも注意してほしい。

・説明責任を果たすということ(アカウンタビリティ)には、結果責任も伴う。本気で取り組みれば熱意は伝わってくる。そのプロセスをステークホルダーと共有していれば、対話は弾むはずである。

・スローガンだけでは進まない。まずは社員が本気になっているかどうか。これはヒアリングすればすぐに分かってくる。中長期戦略の実行に、かなり時間を要する場合もある。わが社の中期が3年なのか、10年なのか。ここもスタンスを決めて対話してほしい。

・中長期のサステナビリティにおいて、今年は何をやるのか。ホップ、ステップ、ジャンプの戦略をぜひ知りたい。

・はっきりしていることは、サステナビリティを支える ESG に納得感が得られないと、1) 人がよってこない、2) カネがよってこない、3) ビジネスがよってこない。ひいては自らの存在が危うくなる。

・では、今回のPBR1倍割れに対する東証の警鐘は何を意味するのか。PBR=ROE×PERであるから、①ROE(収益性)が低い、②PER(成長性)が低いという見方が通常である。

・これに対して、PBRが低いということは、企業価値を作り出す仕組みが十分でない、すなわちサステナビリティがしっかり備わっていないということを意味する。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・バランスシートにまだ表れていない無形の資産が、価値創造の仕組みとして成立していない。ひいては、収益性が低く、成長性も低いという結果になっている。こうした解釈の方が理解しやすい。

・R&D力、人材の活用、組織力、事業ポートフォリオの再構築、自然資本の保護と活用など、バリューチェーン全体への配慮と協調が十分でないことを意味する。

・もし一定の準備と対応ができていないのに、それが十分伝わっていないとすれば、開示に力を入れて、対話を続けられればよい。対話ができているとすれば、それはなぜなのか。

・3つの理由が考えられる。1つは、すでに手を打っているが、その成果がでてくるには少し時間を要する。2つ目は、十分な手を打つにはリソースが足りないので、まずは、そこに投資をする必要がある。自力だけで無理ならば、他社と連携する必要がある。

・3つ目は、打つ手はあるが、それは会社のステークホルダーにかなりの負担を強いる上、自らの経営責任にも及ぶ。この場合、そんな責任は負えないので、抜本的な手は打たずに、トップは自らの任期を過ごそうとする。

・そういう経営者には交替してもらいたい。そのためのガバナンスが機能するようになっていだろうか。多くの場合、トップ交代にはなりたくないで、ガバナンスの仕組みも甘いものとなっている。

・こうした悪循環を断ち切って、根本を手に入れてほしい。内部から動かないとすれば、外部のマーケットから要求するしかない。東証の要請はその1つであった。これがかなり効いている。

・マネックスの松本代表執行役（取締役会議長）は、東証のフォローアップ会議のメンバーであるが、今回の提言が思い切ったものとなり、一定の効果を上げたのは、「世代交代」のおかげであると強調した。

・経営者も投資家も官僚も若返っている、しがらみにとらわれずに手を打てるようになっていいる。従来の成功体験を引きずり、これまでの慣例に囚われて、あいまいなゆるい手を打つだけは、世の中は変わらない。イノベーションは起きない。

・松本氏の指摘は的を射ている。サステナビリティはコトの本質を問うている。徹底的に自本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ら考え抜いて、わが社流の個性を発揮してほしい。そういう会社に投資したい。

障がい者雇用と企業価値評価～D&I(ダイバーシティ&インクルージョン)のもう1つの視点

・雇用を増やす会社がいい会社、企業を見る時の重要な視点である。その中で、どんな働き方をしているか。その多様性が企業価値向上に貢献しているか。これらの結びつきをどのように解いていくかが問われている。

・筆者がよく知っている会社では、自治体と組んで障がい者雇用に関心をもち、力を入れてきた。本体の成長とあいまって、グループの社員数も増加している。その中で、障がい者を雇用する会社では、2つの課題があった。1つは、障がい者と仕事の内容との適合、もう1つは当該企業の収益性の確保であった。

・赤字を許容すると、本体からの補助が継続的に増加する。国のルールに従うには、それをコストとして対応するしかないという見方も有力であり、取締役会でもその方向の議論に進みがちである。

・これに対して、経営陣を入れ替えて、障がい者事業の見直しと周辺事業の拡大で黒字化を確保できるようにした。そうすると、その企業に活気がでてきた。本体にとってもグループとしての存在感が高まっている。

・NRI では、自社の特例子会社「NRI みらい」の7年間の経験をベースに、障がい者のあり方を分析した。(NRI「知的資産創造」2022年7月号)

・障がい者雇用促進法では、身体的障がいに加えて、知的障がい、精神障がいも対象とされるようになった。法定雇用率も当初の1.5%が1.6%、1.8%、2.0%、2.2%と徐々に上がり、2021年3月からは2.3%となっていた。これが2026年度には2.7%へ段階的に引き上げられる。

・NRI の分析によれば、1) 上場企業において、障がい者雇用の重要性が企業のパーパスをベースにどのように位置づけられているか、2) 障がい者が従事する事業は、本体の中心的な事業にどのように関わっているのか、3) 実際の業務を実施するに当たって、障がい者へ配慮した設計がなされているか、4) 現場での人材育成、とりわけ指導員(支援員)の配置と育成、などが大きなテーマとして抽出された。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・D&I（ダイバーシティ&インクルージョン）の中で、経営陣の多様化や社員の多様化は議論が進み、女性のマネジメントへの関りが注目されている。同時に、投資家として、障がい者雇用について、企業の在り様をインタビューしてみると、D&I に対する姿勢が見えてくるとも感じている。

・法的ルールを守るというだけでなく、1) 障がい者を何らかの価値創造プロセスにきちんと位置付けで活用している、2) 障がい者の活躍の場が企業の目指す方向と整合的で、個性としてアピールできるのであれば、サステナビリティに関する企業評価は大いに高まってこよう。

・企業の特例子会社という形がよいのか、本体グループの中で一定の役割を担うのがよいのか。障がい者を分けた方が、業務効率が上がるのか、一緒に働く業務プロセスを工夫した方が働く環境がよくなるのか、について再考が求められる。

・障がい者にとって、その仕事はディーセントワーク（Decent Work:働き甲斐のある仕事）なのかもよく分析したい。一般の社員と同じように働き甲斐が感じられれば、それはよい会社であろう。

・障がい者の働き方も多様化しよう。そもそも働き方がジョブ型へ進みつつあり、リモートワーク、ワーケーション、ギグワーク（雇用関係にない単発型ワーク）なども広がっている。

・精神/発達障がいのある人々は、個性が高く、職場定着が難しいとみられていたが、それらの人々のポジティブな個性を活かし、ネガティブな面を避けるような業務設計をすることによって、持っている能力をこれまで以上に引き出すことができよう。

・分けて働くこともあり、あるいは、交ざりあって働くことで、互いの違いを理解し、認め合いながら、能力を活かすこともできよう。外国人、高齢者と働くことにも一脈通じるものがある。

・新しい働き方を設計し、その運用をマネージしていく職場適応援助者（ジョブコーチ）も重要である。こうした仕事にも注目したい。

・D&I の基本は、能力に違いはあるとして、従来の一方的価値観で差別化しないことである。人的資本の議論は、人件費は単なる費用ではなく、企業価値を生み出す源泉であるという方向にある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・人的資本への投資は、将来の価値創りのためであり、その投資コスト（人的資本コスト）はリターンを生み出すための先行投資である。障がい者の活用も、そのように捉えたい。サステナビリティを支える ESG 投資の 1 つの要素として、障がい者雇用のあり方を企業評価の視点に盛り込みたい。これを先進的に実践する会社に投資したいと思う。

2. イノベーションへの投資は如何に

東証の市場改革、さらに効かせるには～若手の活用で行動変容を

・PRB 1 倍割れを軸に、株式市場での企業価値見直しが続いている。新市場区分がスタートした 2022 年 4 月時点では、プライム市場 1839 社、スタンダード市場 1466 社、グロース市場 466 社であった。東証 1 部からスタンダード市場に移ったのが 338 社、適合未達企業ながらプライムに残った企業が 295 社であった。

・2023 年 9 月までにスタンダード市場に移ることを表明した未達企業も多いので、プライム上場企業数はさらに減少しよう。スタンダード市場に移ったからといって、企業経営者が思うほど投資家は気にしていない。ステークホルダーにとっても、上場企業であるという点でほとんど問題ない。

・どの市場にいても、今からさらに企業価値向上が図れるか。しかも、中長期的に向上できるか。企業価値を 3 倍、5 倍、10 倍に上げてほしいと期待するが、その道筋は見えているだろうか。夢を実現するストーリーが何としてもほしい。

・東証は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて努力し、成果を上げてほしいと要請した。具体的には、1) 資本コスト（WACC、株主資本コスト）、資本収益性（ROIC、ROE）を的確に把握し、2) その上で、改善に向けた計画を策定し、開示する、3) 計画に基づき経営を推進し、投資者と積極的に対話してほしいというものである。

・当たり前のように聞こえるが、これができていない。どうすればよいのか。まずは自社でシミュレーションしてみる事だろう。1 年間の業績計画はどんな会社でも立てるはずなので、その時に、P/L だけでなく、B/S、C/F を予測する。資金繰りという観点からはどの会社も行っている。

・そうすれば、ROE や WACC は算出できるはずである。これを事後的に計算するのではなく、本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

今期の目標としていくりに設定したいという観点から逆にみていく。中期的計画も同様に資本コスト、資本収益性から C/F の現在価値を算出する。

・これがやられているようで、そうでもない。自社の企業価値は今いくらか、3年後はいくらにしたいか。中長期的にはいくらを目指すのか。その時の KPI を、連続性をもって明確に設定してほしい。東証はこれを要請している。

・事業計画と成長可能性について、何を開示すればよいのか。グロース市場では、年に1回以上「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示が義務付けられている。この開示項目が役に立つ。

・1) ビジネスモデル（事業の内容、収益構造）、2) 市場環境（市場規模、競合環境）、3) 競争力の源泉（競争優位性）、4) 事業計画（成長戦略、経営指標、利益計画と前提条件、進捗状況）、5) リスク情報（認識するリスク、及び対応策）である。これらは、いずれも当然の項目であるが、問題は開示の中身で、そこに大きな格差が生じている。

・その上で、コーポレートガバナンス・コード（CGC）への対応と、「投資家と企業の対話ガイドライン」の実行が問われる。ESG がサステナビリティを支える基盤であるが、E と S にとって、まずは G がベースとなる。

・中長期的な企業価値向上に向けた動機付けとして、東証は4点を強調した。①資本コストや株価への意識改革、リテラシーの向上、②コーポレートガバナンスの質の向上、③英文開示の更なる拡充、④投資者との対話の実効性の向上、である。

・ $PBR = ROE \times PER$ であるから、 $ROE 8\% \times PER 12.5 \text{ 倍} = PBR 1.0 \text{ 倍}$ となる。ここがスタート台となろう。ノーマルな水準としては、 $ROE 10\% \times PER 15 \text{ 倍} = PBR 1.5 \text{ 倍}$ がベースである。

・英文開示について、プライム市場の企業は97%が実施している。逆にスタンダードとグロース市場の企業では全体の3分の1に留まる。ビジネスが国内中心で、外人持株比率もほとんどない。よって英文資料は必要ない。英文化にコストがかかるだけであるという理由である。

・ここでも逆の発想が求められる。インバウンドの増加でさまざまな人々が外国からくる。HP に英文資料がないということは、図書館に本がないのと同じであると考えてほしい。閲覧の回数が見込めないの、英文は置かない。これでは何も進まない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・誰かが見に来た時に、英文で資料があれば、ここからコミュニケーションが始まる。今は、自動翻訳のレベルも上がっている。手間もさほどではない。やってみて、効果が上がるように工夫してほしい。社員のやる気も違ってくるものとなるろう。

・投資家との対話では、まず株主との対話である。これを真剣にやっているだろうか。次に株主になってもらう層を広げることである。ここにも IR 戦略が必要で、漫然と構えているだけでは投資家は寄ってこない。

・東証の市場改革は企業価値向上につながるか。つながるはずであるが、まだこれからである。ROE8%の次は、PBR1 倍割れが注目され、一定のインパクトが出た。行動変容のきっかけになりつつある。

・どの企業においても、若手の人材を活用してほしい。その方が、変革が進みそうである。成功体験に依存しているようでは、次の発展はみえない。PBR1 倍台の企業は、PBR2 倍台を目指してほしい。そのハードルは高いかもしれないが、やりようはいくらでもある。その経営力に期待したい。

高付加価値化をいかに図るか～価値のプライシング

・9月に日本価値創造 EMR 学会の基調講演とパネルディスカッションを視聴した。大阪大学の延岡健太郎教授の講演は、「高付加価値経営の論理」がテーマであった。「キーエンス」に関する延岡教授の著書も読んでいたので、興味深かった。

・キーエンスについては上場の時から知っていた。創業者がユニークなので、通常のアナリストが会話をしようとしても全く歯が立たなかった。論理がかみ合わないので、対話が成り立たないという印象であった。

・昔も今も価格戦略は重要である。価格はコストの積み上げで決めるのか。同業他社のマーケット価格をみながら決めるのか。長年染みついている常識に基づいて、しがらみに引っ張られているのか。

・そんなことはないはずであるが、デフレが続き、安くていいものを大量に提供すれば、利益についてくるはずであると考えてきたように見える。

・付加価値とは、まさに自社内で作り出した価値を金額で測ったものである。外部から調達
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

したコストは除いて、社内で生み出した価値を合計していく。オムロンの山田会長は、粗利が最も重要だ、といつも強調した。確かに分かり易い。

・通常、付加価値＝営業利益＋減価償却＋人件費で計算される。外部流出しないという点ではのれんの償却も入ってこよう。人件費は給料として支払うので外部流出するが、価値は社員が創り出している。よって、単なる費用ではなく人的資本のコストとしてみるができる。

・では、R&Dはどうであろうか。将来の価値創造のための先行投資である。R&Dの中身は何であろうか。研究開発に従事する人材の人件費であれば、付加価値に入れることができる。R&Dのために消耗する原材料であれば、それは費用である。

・外部委託費の中の人件費はどうだろうか。社内で作業をこなすのと、外部に委託するのと、どちらが効率的かという点で、付加価値への取り組み方も変わってくる。

・パート・アルバイトはどうか。単純作業の‘外出し’なのか。実は、付加価値を作り出す上で、コアの人的資本となっていないか。人手不足時代に入って、今までのように便利な人件費として使えなくなっているとすれば、考え直す必要がある。AI、ロボットで代替できるコト、すぐにはできないコトが峻別されよう。

・つまり、付加価値について、現状のP/Lから再定義してみることが重要である。その上で、自社が提供している製品・サービスの付加価値について、改め考えてみたい。

・延岡教授は、付加価値（売価－原材料費）は機能的価値＋意味的価値で構成されると定義する。機能的価値は、カタログ価値やスペック（仕様）価値で、製品やサービスの機能にフォーカスする。通常はここを重視する。

・意味的価値は、顧客が見い出す使用価値、経験価値、ソリューション価値である。「～ができる」という機能に、「～が生きる」という顧客にとっての意味が、全体の価値を統合される。

・この意味的価値が顧客にさされば、顧客は価格が高くても喜んで購入してくれよう。その製品・サービスを、イノベーション（新しい仕組み革新）によって低コストで創造できれば、高付加価値化が一気に進む。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・そういう経営を日本の多くの企業はやっているだろうか。キーエンスは創業以来、それを実践している。キーエンスの売上高粗利率は82%であり、売上高営業利益率は54%である。

・では、どんな価格を設定すべきなのであろうか。意味的価値を徹底的に追求して、これを高めなくては話にならない。そのための仕組みが問われる。次に、その価値にいくら値段をつけるのか。

・延岡教授は、ハーバードの「価格戦略論」(ヘルマン・サイモン他著)から事例を引用した。自社のコストが50ドルで、顧客の利益を1000ドルに拡大できるとして、いくら価格をつけるか。米国の経営者は500ドル、欧州の経営者は600ドル、日本の経営者は100ドルであるという。

・1つの象徴的比喻であらうが、さもありませんと思ってしまう。顧客に圧倒的価値を提供するのであるから、日本は素晴らしい。でも、顧客の価値がしっかり分かっていないとすれば、それは大問題である。分かっていたら、バリューチェーンの中で、応分にシェアしようということになるはずである。

・かつてある会社を創業した方が、ユニークな製法を開発した。販売に入ったら安いといわれた。それで価格を2倍にした。それでも売れた。世界にも通用した。こうした例はいくつもある。

・延岡教授は、高付加価値化のためのSEDAモデルを提案している。①Science(サイエンス)、②Engineering(エンジニアリング)、③Design(デザイン)、④Art(アート)、を2つの軸に分けて、4つの場面としてみていく。

・顧客価値の革新性の軸と、顧客価値の暗黙性の軸である。意味的な価値を顕在化させるべく革新的な取り組みをいかに行うか。

・それによって、サイエンスの知見をエンジニアリングによって、マスカスタマイゼーションし、それをデザイン思考で付加価値を高め、最後はアートのレベルまでももっていく。そうすると、他が真似のできない価値を提供できるようになる。

・キーエンスには、中期計画がない。かつて、米国のスリーエムについて学んだ時、ビジネスモデルをきちんと回していけば、それがそのまま新しい価値創造に結び付いていく。キーエンスもその仕組みを内在化している。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・日本企業の中期計画の大半は未達に終わっている。方向性を固めるという点では意味があるとしても、実現しない計画では不甲斐ない。「高付加価値経営」の本質はどこにあるのか。どの会社にも問うてみたい。その上で、真に挑戦している企業、新たに体現している企業に大いに投資したい。

CNに向けたイノベーションプラン～カーボンプライシングの活用

・日本は、2050年にカーボンニュートラル（CN）を目指している。30年後であるから今の20代、30代の人々にとっては、自らのメインテーマのはずである。社会システムをどのように変革していくのか。それがGX（グリーントランスフォーメーション）である。まずは2030年度にGHG（温室効果ガス）の半減（2013年度比-46%）を実現すべくスタートを切っている。

・生活者として、CNに貢献することが当たり前であるという感覚が身に付くだろうか。コストが負荷されるという後ろ向きではなく、将来の生活環境に価値を付加していくという姿勢が求められる。若い世代ほど切実であろう。

・企業にとっては、CNを実践することが自らの持続性を確保し、ビジネスチャンスにも結び付けることができる。取り組みに後向きである企業はステークホルダーから見放されて、企業そのものが淘汰されるかもしれない。

・CNを達成するための産業間格差、企業間格差は極めて大きい。これまでの技術では達成できない産業や企業にとって、イノベーションは不可欠であり、国を超えたグローバルな連携が必須となろう。

・国全体としてCNを実現するには、何らかのマーケットが必要である。1社1社が個別に努力するだけでなく、カーボンの削減を社会全体で目指すのであるから、カーボンの削減量を取引して、全体として最適化を図っていくことが望ましい。

・それには、カーボンクレジット市場を整備して、カーボンプライシングを活かして、脱炭素に向けた取引が活発にすることが、CNを促進することになろう。そのような政策が動き出している。

・経産省がリードするGXリーグでは、参加企業とともに、①未来への対話、②市場ルールの形成、③自主的な排出量取引、に向けて適切な場を構築していく方針である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・GX では、10 年間で 20 兆円の投資を国が主導し、官民合計で 150 兆円の投資を呼び起こそうとしている。そのためのグリーンボンドをファイナンス手段として、CN に移行するための促進役とする。

・移行債を用意して、カーボンの回収に当たっては、カーボンプライシング (CP) の活用を促す。排出取引 (有償オークション) も、GX リーグを主体にまずトライして、順調にいけば 2026 年から本格化させる方針である。

・各企業は CN に取り組んでいる。政府は先行投資を支援し、前倒しの達成を目指す。目標を上回った分は、取引所で他社に売る。この取引の場がカーボンクレジット市場である。このルールをしっかりと作っていく。

・グリーン成長が期待される領域は、1) エネルギー関連 (水素、燃料アンモニア)、2) 輸送・製造関連 (バッテリー、半導体、カーボンリサイクルマテリアル)、3) 家庭、オフィス関連など多岐にわたる。

・TCFD はすでに実行に入っているが、CN に向けた移行期 (トランジション) をどう乗り切っていくか。現状のテクノロジーの深化だけでなく、新しいテクノロジーを開発して、それを実装していくには膨大な投資を必要とする。

・それによって、新しい価値が生まれ、投資が回収されるならば問題ないが、この間のファイナンスを誰が担っていくのか。トランジションファイナンスに、何らかの信用を担保する仕組みが必要である。トランジションボンド/ローンといった金融商品が大きく台頭してこよう。

・ファイナンスに当たって、資金使途が、1) グリーン領域なのか、2) トランジション領域なのか、3) 広くサステナビリティに関連しているか、によって、グリーンボンド、トランジションボンド、サステナビリティリンクボンドなどに分けられよう。

・船舶、鉄鋼、エアライン、化学、電力、ガス、重工業、石油などで、先行事例作りが始まっている。CN で先行すれば世界での競争力も高まるので、ここが勝負どころとなろう。

・2050 年までの CN に向けたビヨンド・ゼロ戦略では、GHG の削減量として、1) エネルギー転換 -300 億トン、2) 運輸 -110 億トン、3) 産業 -140 億トン、4) 業務・家庭など -150 億トン、5) 農林水産・炭素吸収 -150 億トンを目標とする。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・これをどのようなイノベーションで攻めるのか。それに関するアクションプラン、その支援を加速させるアクセラレーションプランなどが逐次実行に移されようとしている。新しい投資機会として、大いに注目したい。

人的資本の突出したファクターとは～ワーク・エンゲージメント

・「人的資本と企業価値の向上」に関するセミナーを9月に視聴した。日本証券アナリスト協会と日本ファイナンス学会の共同セミナーであった。

・社員の健康を高める会社は企業価値向上に優れているのか。社員の活用に優れている会社は、企業価値を一段と高めるのか。その関係性は高そうであるが、本当にパフォーマンスに貢献しているのか。

・一橋大学の安田教授は、健康経営と企業パフォーマンスの論点整理を行った。健康経営とは、社員の健康づくりを戦略的に実践することにある。健康といっても、どこまで含めるのか。身体的な健康、精神的な健康、社会的存在における健康など領域は幅広い。

・そもそも社員の有している能力が、その会社で十分発揮されているのか。会社にとって必要なスキルが習得できるように教育・訓練がなされているのか。本人のやる気は十分引き出されているのか。通常、これを外部から知ることはかなり難しい。

・個人レベルでみると、健康が損なわれている人がいれば、企業の価値向上に十分貢献できない。社員が健康であれば活躍も期待できるが、健康を害したままで仕事についたり、休んだりすれば、マイナスとなる。早くその状況を脱して、健康に戻れるように支援する必要がある、普段から健康に保てるようにサポートする必要がある。

・健康を害して休むアブセンティズムを減らす必要がある。仕事の現場での事故とか、職場環境から発生するうつ病など、様々な事例があろう。また、何らかの病気を抱えながら仕事につくプレゼンティズムは、仕事の効率が下がってしまうので、その対応も重要である。

・治療のレベルによっては、そのネガティブな影響は大きくなる。一方で、例えば癌になっても治療しながら働き続けられる仕組みは、本人にとっても会社にとっても極めて重要である。生活習慣病を抱えている社員への適切なサポートも戦力の確保という点では大いに役立つ。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・仕事への取り組み態度（ポジティブかネガティブか）を横軸に、取り組みの活動水準（高いか低いか）を縦軸にとってみると、1) どちらも良好なワーク・エンゲージメントを保てるようにしたい、2) 働き過ぎてネガティブになったり、3) 燃え尽きてバーンアウトしたりすることは何としても避けたい。そうなる前に、会社として統制をかける必要があり、本人の自律性も普段から働くようにしておくことが求められる。

・では、やる気をどう引き出すか。それがうまくウェルビーイング（幸せ）に結び付いているか。決められた仕事を従順にこなして、一定の成果を出せば十分であるという会社は、そのレベルにとどまろう。新しい仕組みを作り上げて、それを定着させていくことにぜひ挑戦してほしい。

・課題は、健康経営をどのようなストーリーで、企業価値創造につなげていくか。その因果関係を投資家は知りたい。人的資本の能力、スキル、ナレッジはいずれも無形資産である。これを社内で独自に見える化しているか、それが活用されているか。

・ベースとなる健康経営を、どこまで織り込んでいるか。サステナビリティを支える ESG との関係も、自社独自のつながり（コネクティビティ）として語ってほしい。ひいては、企業の生産性に貢献しているデータとして、KPI をあげてほしい。

・野村アセットマネジメントのポートフォリオマネジャー臼木氏は、企業の人的資本の活用とそのパフォーマンスの関係を分析した。その結果として、1) 社員にとって優れた企業が、投資家にとっても優れた企業となりうる、2) 社員と投資家の協調関係が、企業価値向上につながる可能性があるとまとめている。

・社員は人件費としてのコストで、利益の前の費用である。費用は少ないほどよい。これを社員と投資家の対立と呼んでいる。そうではなく、社員は企業の実質的価値を生む資産であり、この資産を資本として捉え、積極的に活用することを社員と投資家の協調関係とみている。

・従業員の満足度と株式のリターンには有意な関係がグローバルにみられる。超過リターンが出ているケースでは、社員の満足度に関連した無形資産が株式市場では効率的に織り込めていないからだという見方もある。人材活用に優れている日本企業を分析すると、同じような傾向がみられる。

・人材を人的資本とみる時、まずは人的資本投資があって、その費用が人件費である。設備

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

投資に対する減価償却のような考え方である。人的資本は組織として鍛えれば、劣化せずに創造力は高まっていく。企業内でビジネスモデル（価値創造の仕組み）にしっかり組み入れられていれば、人材はワクワクして創造性を発揮しよう。

・逆に、ビジネスモデルが陳腐化していけば、そこに物足りない優秀な人材から抜けていこう。つまり、他の組織に力の発揮場所を求めていく。この動きが日本でも高まりつつある。

・人材不足は、人材引き付け競争である。自社に働き方でどれだけ魅力を作っているか。ここに企業の独自性が出てくる。この人材活用の独自性がみえてくれば、企業業績よりも早く、企業価値を作り出す潜在力として高く評価できるようになる。

・投資家としては、ここに着目している。人材活用の独自の仕組みの KPI を知りたい。これがメイクセンスしたら超過リターンが得られる。そういう企業を見い出して、投資していきたい。

DX 銘柄を投資に活かす～イノベーションに結びつく尖がった DX

・今年 5 月に「DX 銘柄 2023」の選定企業発表会が催された。会場でのプレゼンを聞いて、印象に残った点をいくつか取り上げてみたい。

・今やどの企業でも DX（デジタルトランスフォーメーション）に力を入れている。業種によって多少の温度差はあるとしても、DX の推進とその人材育成は必須の経営課題となっている。

・日本の DX 化は遅れている。なぜか。既存の仕組みを大事にしながら、新しい DX を少しずつ入れていこうとする。大胆な発想と実行が求められても、トップにその知見が十分でなく、現場のスキルも整っていないからとみられる。

・政府の「新しい資本主義」でも、推進政策の 1 つと位置付けられ、DX 推進に向けた CGC（コーポレートガバナンスコード）も金融庁から出されている。1)DX が経営計画や戦略に反映されているか、2) CIO を置いているか、3) 取締役のスキルマトリックスを開示しているか、などが問われている。好事例集の中で、例えば旭化成や丸井のケースが取り上げられている。

・投資家にとってはどうか。①DX 戦略が推進されているとして、それが企業価値向上にどう本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

のくらい結び付いてくるのか。②そもそも取り組みの中身が先進的なのか。③まだ成果に結びつかないとしても、その道筋がみえるようになっているのか。

・成果が、既存事業の効率化を超えて、新規分野の拡大に結び付いていくのか。こうした内容を知りたいが、多くの場合、開示が十分でない。

・今回のDX表彰では、1) DX 銘柄 32 社、2) 注目企業 19 社が選定された。DX グランプリは2社で、日本郵船とトプコンが選ばれた。

・さらに、3年連続でDX銘柄に選ばれた企業の中で、グランプリに輝いた企業は「DX プラチナ企業」に選定された。今回からスタートした表彰で、中外製薬、小松製作所、トラスコ中山が選ばれた。

・東証の業種分類をベースに、各々のセクターからDX銘柄を選んでいる。セクターによっては、1社ではなく2社が選ばれた。逆に、基準に照らして十分でなければ、1社も選ばれないセクターもあった。

・DX銘柄には届かなかったものの、企業価値貢献で注目すべき取り組みを実施している企業は「DX 注目企業」として表彰された。

・東証上場3800社を調査対象として、約450社から回答を得た。アンケート調査の一次評価で企業を絞り込み、評価委員会による二次評価及び最終選考が実施された。

・一次評価では、①ビジョン・ビジネスモデル、②戦略、③組織づくり、人材、企業文化、④IT システム、デジタル技術利用環境、⑤成果と重要な成果指標、⑥ガバナンスシステムがポイントとなった。

・二次評価では、1) 企業価値貢献を2つに分け、(A) 既存ビジネスモデルの深化、(B) 業態変革、新規ビジネスモデルの創出、2) DX 実現能力では、経営ビジョン、戦略、組織、人材、デジタル技術など、さらに3) ステークホルダーへの開示について、企業が提出した事例を含めて評価していく。

・既存のビジネスモデルの深化以上に、新規のビジネスモデルの創出にいかに取り組んでいるかが重要である。上場企業が、新規分野でDXを推進するならば、これは興味深い。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・今回初めて DX 銘柄に選ばれた企業は、大林組、第一三共、ヤマトホールディングス、双日、アスクル、クレディセゾン、東急不動産、プロパティエージェント、H.U. グループホールディングスであった。

・DX グランプリを受賞したトプコンの江藤社長は、医・食・住の分野で“尖った DX”を推進し、「世界を丸くすべく活動している」と語った。ハード機器からソリューションビジネスに展開し、建設現場のデジタル化で建設工場の工場化を目指している。

・同じく DX グランプリを受賞した日本郵船の長澤会長は、データ駆動型経営を実践し、世界初の SIMS (Ship Information Management System) を推進している。AI でエンジンをチェックし、時間や条件を緻密にコントロールしていく。

・この 2 社がグランプリとは意外であったかもしれないが、話をきいていると、かなり高度な DX を実行して、企業改革を実践している。DX が企業変革に結び付いて、企業価値を一段と向上させることができそうである。今後ともこのような企業が続々と登場してくることを期待したい。

日立の経営革新～SX (サステナブル トランスフォーメーション) でリード

・9月に催された「日立ソーシャルイノベーション」(展示フォーラム)で、小島社長は、日立が目指すイノベーションの未来についてプレゼンした。ライト兄弟の例を引きながら、知恵の掛け算からイノベーションは生まれる、と強調した。何よりも「意志」を持って、①情報、②行動、③科学を掛け算で回していく。

・イノベーションの領域として、1) バイオ、2) 生成 AI、3) 量子コンピュータをあげた。人々の寿命を延伸し、情報処理のスピードを圧倒的に高め、新しいサイエンスの知見を活かしていく。

・生成 AI は、LLM(大規模言語モデル)がこの 5 年で急速に進展し、そのパラメータが数千億個超えてきたところから様変わりし、インパクトを持ってきた。探し出して、まとめてくれるだけでなく、答えがないような質問にも新しいアイデアを出して、知的作業を補助してくれる。

・教訓、匠の技、暗黙知なども引き出してくれる。課題は、1) 信頼性、2) 著作権、3) 倫理にある。加えて、4) 省エネも問われる。ビッグデータを扱うデータセンターの消費電力

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

は、2030年には6倍(2010年比)にもなりそうなので、再エネの利用は必須である。

・生成AIだけではイノベーションは生まれない。人の意志と行動力こそが鍵であり、日立は「良きものに力を与えていく (Powering Good)」ことを実践すると語った。

・では、マネジメントはどうか。小島社長のインタビュー記事(日本取締役協会「コーポレートガバナンス」2023年8月号)は、まことに興味深い。本音で語っている。筆者がこれまで感じていたことに、自らの言葉で簡潔に説明された。そのエッセンスを取り上げてみたい。

・中西元社長が語っていたという。大企業か中小企業かという分類は意味がない。成長するかしないか、よい企業かよくない企業か、が問われる。そこで、日立は成長するよい企業になると決めた。なるほど、中西氏らしい合理性を示している。

・日本人中心の経営に拘っては、グローバルに通用する企業にはなれない。変わりにくい会社を変えるには、ガバナンス改革が決め手となった。日立は何の会社か。分かりにくい。「この木なんの木、気になる木」の歌が示すように、枝を伸ばし、枝を切りとり、新しい芽や花をつけて、変わりながら成長していく。これが日立であるという。

・選択と集中で上場子会社 22社をゼロにした。企業のパーパスを「社会イノベーション」と定義して、この1つに集中した。ワンパーパスにフィットする会社は、グループに100%取り込み、そうでない会社はグループから外れて、別のパーパスで自立した方がよい。明確なポートフォリオの入れ替えを実施した。

・グローバルロジック (GlobalLogic) を約1兆円で買収した。その後のPMI (買収後の経営統合) では、シナジーが発揮できるように、取締役会に小さな統合のためのアドバイザーボードを作って、デジタルに詳しい社外取締役と執行サイドでその進捗をモニターし、助言も得た。

・後継者はどう指名されるのか。執行サイドは人を育てて、候補者を数多く作る。その情報を指名委員会に提供する。社外中心の指名委員会が次期社長を選任する。

・小島社長は、R&D、Lumada (ルマーダ: AI)、デジタルの出身である。まさに、日立が目指すITトランスフォーメーションにぴったりの経営トップである。自らがCEOになったら何をやるか、指名委員会で何度も議論してきたという。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・適任者が的確に選ばれるには、豊富に選ぶ対象がいて、その人達の情報が十分あれば、指名委員会がまちがいをなく選べると小島社長は強調した。

・社外取締役はどのように選ぶのか。CEOは、友だちがほしいわけではない。異なる理由から違う意見を言ってくれる人、厳しい助言をくれる人が必要とされる。

・この人は日立の企業価値を上げるために役立ってくれるか。この1点から指名委員会は人選していく。実際、日本を代表するトップアナリストであった山本氏も社外取締役に入っ
て大きく貢献している。

・取締役会で何を議論するか。そのテーマ設定については、執行サイドから独立した取締役
室が事務局となっている。取締役会議長は社外取であり、代表執行役の社長と議論しながら
議題設定をしていく。

・小島社長がリードして策定した中期計画も、取締役会で何度も議論したという。1) 約束
は小さくして達成は大きくというスタンスをとるか、2) より高い目標に大いにチャレンジ
すべしというスタンスをとるか、意見はぶつかったという。

・結果として、平均よりは少しアグレッシブな方向で決着した。取締役会は、小島社長にと
って、テニスの壁打ちのようなものであるという。

・執行サイドでは、経営会議の中に、2022年度から1) リスクマネジメント会議、2) 成長
戦略会議、3) 人材戦略会議を設置して、ここで議論した後に、取締役にかけている。

・小島社長になってから、日立の経営革新は、「構造改革モード」から「サステナブル成長
モード」に入ったと自ら語っている。まさにSX(サステナブル トランスフォーメーション)
で日本をリードしている。

・従来のカラを破るような経営トップが、川村氏、中西氏、東原氏と排出している。筆者は、
「社会イノベーション」を追求すると宣言した時、初めは何をいっているか、理解できな
かった。

・社会イノベーションという一般名称が日立の固有語になるには、そのコンテンツの肉付け
が必要であった。それが毎年イベント「日立ソーシャルイノベーション」でのプレゼンや
展示をみていると、次第に理解できるようになった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該
企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容に
ついては、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者
の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・ガバナンスを改革して企業は変わるのか。この設問に対して、日立の実践はまさに成功事例である。では日立は例外なのか。そうではない。革新的なリーダーが組織能力を高めるところまで走れば、企業の革新はできる。

・すでに日立の先例がある。そうならば、多くの企業も自信を持って取り組めるはずである。他社との競争ばかりにお目を奪われるのではなく、自社の内部組織をあるべき姿に作り変えてほしい。

・これは意外に手間で、成果も見えにくい。当初は先行投資を伴う。日立に続く企業が次々に離陸してくることを期待したい。そういう企業群のポートフォリオを早めに作っていききたい。

レゾナックの共鳴戦略に期待～協創型人材の積分効果はいかに

・今年3月、日経統合報告アワード2022でレゾナック・ホールディングスがグランプリを受賞した。レゾナックは、2023年1月から旧昭和電工と旧日立化成が統合し、新体制としてスタートした。改めて、統合報告書を読んでみた。会社を知るというだけでなく、投資対象として具体的に吟味したいと考えた。

・レゾナックは、世界トップクラスの機能性化学メーカーを目指す。そのためには、①グローバル水準の収益基盤の確立、②ポートフォリオの高度化、③イノベーションの推進が求められ、それらを強力で推進すると宣言する。

・半導体・電子材料、モビリティ、イノベーション材料、ケミカル、ライフサイエンスの領域で、化学の機能を独自に提供する。①考える化学、②作る化学、③混ぜる化学で、それを追求する。

・パーパス(存在意義)を「化学の力で社会を変える」ことにおくので、社名は、Resonate(共鳴する)とChemistryを組み合わせ、RESONAC(レゾナック)と名付けた。ステークホルダーとの共鳴によって、新しい価値を創り、社会を変えることに貢献するという意味を込めている。

・高橋CEOは、統合を第2の創業として、世界で戦える機能性材料メーカーを目指す。売上の3割を占める半導体事業は、世界トップクラスの規模を有する。サステナビリティを経営の根幹にすえて、事業の戦略を遂行する。自社独自だけではない共創型化学会社を作り上げ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ていく。

・2022年の統合報告は昨年7月に発行された。まだ、昭和電工としての統合報告であった。2023年1月から始まった第2の創業に向けた新組織体制について記載した。

・サステナビリティ推進上の重要課題（マテリアリティ）として、1) イノベーションと事業を通じた競争力の向上と社会的価値の創造、2) 責任ある事業運営による信頼の醸成、3) 自律的で創造的な人材の活躍と文化の醸成をあげ、KPIも設定した。

・高橋CEOはどのように選定されたか。尾崎指名諮問委員会委員長が語っている。統合という有事に求められるリーダーとして、論理的で説明力があり、視点がフェアである点が評価され、海外での実績も十分であった。

・2022年の統合報告書はレゾナックの決意表明ともいえるものであった。2023年の統合報告はどうか。3月の株主総会で、東京エレクトロンの経営者（社長、会長）を務めた常石氏が社外取締役役に選任された。この人事はガバナンスとして有力である。

・4月に旧両社の本社機能を1カ所に統合した。「出社したくなる本社」作りに励んでいる。7月には「健康経営アライアンス」（オムロン、JMDCがリード役）に参画した。

・今年の統合報告者は、レゾナックとしての初の統合報告である。2.6万人の第二の創業、新たなスタートアップとして、これからの思いと課題を開示している。

・共創の舞台として、例えば、半導体のパッケージソリューションセンター（2019年開設）を一段と活用していく。今年1月からは「モヤモヤ会議」をスタートさせた。若手社員のモヤモヤをトップとともに議論して、策を練っていく。「協創型人材」の育成に力を入れる中で、一人ひとりの自律性も育み活かしていく。

・あずさ監査法人は、毎年統合報告に関する調査を公表している。2022年の調査報告では、1) マテリアリティの認識は高まっているが、その内容に関する重大なリスクと機会の監督がまだ十分でない、2) 統合報告やサステナビリティ報告の発行が有価証券報告書の発行から3か月以降と遅い、と指摘した。

・サステナビリティ情報と財務情報のつながり（コネクティビティ）を知りたいという観点から報告の早期化が望まれるが、レゾナックは、ここが優れている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・企業のサステナビリティを支える要素は、通常 ESG で語られるが、もう 2 つの E も重視したい。Education と Entertainment である。S に働き方は含まれているが、社員の教育が一段と重要になろう。

・もう 1 つは、おもしろさである。仕事の面白さを実感できれば、きつくても頑張れるし、創造性も発揮されよう。このトリプル ESG の視点で企業のサステナビリティを評価していきたい。

・レゾナックの高橋 CEO は、人材の積分値を強調している。ワーク・ライフのチョイス（選択）を多様にして、タイミングを選んでほしいという。修羅場は誰にでもある。それを乗り越えて、働く人々の幸せの総和が大きくなるような経営に邁進すると語っている。

・また、企業としての差別化を、「計画をやり切る経営陣」に置くと宣言する。このコミットメントはおもしろい。今年の統合報告書には、さまざまや人々が登場してくる。筆者は、いろんな人が出てきて、自らの言葉で語りながら、そこに統一感が表れている内容の評価する。

・今 2023 年 12 月期の業績は半導体不況の影響で厳しい。2025 年に向けて、どこまで回復していくか。会社計画では、2025 年に売上高 1 兆円、EBITDA マージン 20%を目指す。現在、PBR は 0.83 倍である。ROE で 10%を目指すとすれば、純利益で 600 億円はほしい。

・PER で 15 倍を確保できれば、時価総額で 9000 億円（現在の約 2.0 倍）が想定できる。PBR も 1.5 倍となろう。このくらいの収益力の回復が見込め、サステナビリティが確保できるならば、ぜひ投資したい。

・まずは少額の株主となって、今後をフォローしたい。実績とビジョンの進捗をみながら、ポートフォリオのウェイトを見直していきたいと思う。レゾナックの今後に期待したい。